

## 期货研究报告

## 金融研究

## 宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

## 美国走弱叙事仍可持续

报告日期：

2025年3月9日

## 报告内容摘要：

◆**国内经济**：两会符合预期，财政增量在 2.4 万亿左右，高于去年。新经济表现亮眼的同时，老经济占主导下的整体经济依然疲弱。国内政策仍需发力。

◆**房地产高频跟踪**：本周，一、二、三线城市新房销售量延续季节性回落，三者走势有所不同。一线城市销量依然明显高于 2024 年，但二三线城市销量仅略高于 2024 年。二手房方面，截至 2 月 24 日，一、二、三线城市挂盘价指数有所分化。一线城市挂盘价指数持平于前期，后期观察是否在这个水平上能够稳住。二三线城市挂盘价指数没有能够稳住，继续下行。总体来看，新房销售延续季节性，目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中也仅一线城市有持续持稳迹象。后期观察一线城市能够延续当前较好的趋势。

◆**国债**：本周债市延续调整格局，10 年期国债利率一度升至 1.80%。原因聚焦两点：第一，股债跷跷板；第二，债市调整后，理财负反馈担忧上升。当然也包括其他原因，例如宽信用担忧上升等。两会确认了降准降息的可能性，只是对于落地时间市场仍有疑虑。当前股市情绪较好，债市情绪较差，叠加债市利率不断调整后，理财负反馈担忧情绪上升，债市可能继续处于调整状态。好的一点是资金面有转松迹象，关注央行动态。当前市场对于新经济热情较高，但事实上老经济尚未跟随，基于新经济占比较低，对于整体经济的带动作用相对有限，我们认为一季度降准/降息的概率较大，债市只是阶段性调整，债牛仍在。期限上，我们相对更推荐短端。

◆**美国**：非农数据显示就业数据有走弱迹象，助推美国衰退叙事。德国号称计划修改宪法，将国防和安全支出排除债务刹车之外，从而允许使用无限资金来增强军事实力，并且，宣称设立 5000 亿欧元的基础设施基金，计划将在 10 年内部署，被市场成为欧洲的“924”时刻。受此消息影响，德债收益率大涨，美德利差下行，美指大幅下跌。从利差的驱动来看，美债收益率下行幅度不大，更多还是来自于德债的驱动，因此，在美元指数下行的时候，人民币汇率升值幅度不大，（当然其中还有关税原因）。有关欧洲的叙事还在持续，美国走弱的故事也未结束，未来美元指数偏弱运行的概率较大。

◆**风险提示**：美国经济超预期走强 国内经济超预期走弱

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦 19-20 楼

邮编：311200

## 目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 一、 国内经济依然疲弱 .....                  | 3  |
| (一) 两会如预期 .....                    | 3  |
| (二) 老经济依然疲弱 .....                  | 4  |
| 二、 房地产政策效果跟踪——观察一线城市良好状态能否持续 ..... | 5  |
| 三、 国债：短端性价比更高，谨防理财负反馈 .....        | 7  |
| 四、 美国衰退交易愈演愈烈 .....                | 8  |
| (三) 非农有走弱迹象 .....                  | 8  |
| (四) 美指快速下跌 .....                   | 10 |

## 表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 历年政府工作报告部分指标对比 .....          | 4  |
| 表 2: 2 月 CPI 及分项 .....             | 5  |
| 表 3: 2 月新增非农人数及行业分布 .....          | 9  |
| 表 4: 失业率的上升归结于劳动参与率下降和失业人数增加 ..... | 10 |

## 图目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1: 出口增速下降至 2.3% .....                 | 4  |
| 图 2: 进口增速也大幅回落 (%) .....                | 4  |
| 图 3: 一线城市成交面积季节性回落 (7DMA) .....         | 6  |
| 图 4: 二线城市成交面积略高于 2022 年 (7DMA) .....    | 6  |
| 图 5: 三线城市成交面积略高于 2022 年 (7DMA) .....    | 6  |
| 图 6: 一线城市挂牌价再次下降 .....                  | 6  |
| 图 7: 二线城市挂盘价降, 挂盘量降 .....               | 6  |
| 图 8: 三线城市挂盘价降, 挂盘量降 .....               | 6  |
| 图 9: 资金面紧张程度有所缓和 .....                  | 7  |
| 图 10: 利率曲线上移 .....                      | 8  |
| 图 11: 政府就业不容乐观 (千人) .....               | 9  |
| 图 12: 休闲和酒店业连续 2 个月新增就业人数负增长 (千人) ..... | 9  |
| 图 13: U6 与 U3 失业率差距扩大 (%) .....         | 10 |
| 图 14: 因经济原因兼职人数逐步上升 (千人) .....          | 10 |
| 图 15: 德债收益率迅速上升 (%) .....               | 11 |
| 图 16: 利差因素促使美指大幅下滑 .....                | 11 |

## 一、国内经济依然疲弱

### (一)两会如预期

整体来看，政府工作报告中提及的政策目标以及政策力度基本符合预期，部分项可能略低于预期，与我们之前的判断相符，即超预期的可能性不大，符合预期就是一种利好。我们重点关注以下六方面：

第一，看 GDP 增速目标——5%左右，没有例外。值得注意的是，鉴于近两年世界银行口径下我国人均 GDP 增长基本停滞，根据《2035 年远景目标纲要》，2035 年要实现人均 GDP 达到中等发达国家水平目标的话，接下来的两三年（至少），我们的 GDP 增速目标都会是要政策发力才能够得上的水平。

第二，CPI 增速目标从之前的 3%左右下调至 2%左右，为 2004 年以来最低水平。2%左右的目标设置更加符合现实情况，也与国际接轨。但由于 2023 年和 2024 年 CPI 连续 2 年录得 0.2%，根据我们的预判，其实 2%的 CPI 增速很有可能也是达不到的，因此，尽管 CPI 增速目标相对前些年来说较低，其中也隐含了政府想要促进物价企稳回升的意图。

第三，货币政策的整体基调表述为“适度宽松”，延续前期的会议表述，M2 和社融存量增速继续同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，这些都没有变化。值得注意的是政府报告提到“适时降准降息”，加之“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚”，我们仍然倾向于一季度能看到降准/降息的落地。基于此，尽管近期债市调整力度较大，但我们预期债牛仍在持续。

第四，财政的增量到底是多少？2024 年，赤字规模 4.06 万亿，叠加 1 万亿特别国债，5000 亿增发国债后置使用，3.9 万亿地方政府专项债，规模整体大概在 9.46 万亿，相较 2023 年增加 1.28 万亿。2025 年，赤字规模 5.66 万亿，叠加 1.3 万亿超长期特别国债，5000 亿用于补充银行资本金的特别国债，4.4 万亿地方政府专项债，总规模为 11.86 万亿，相较 2024 年增加 2.4 万亿，增幅明显高于去年的 1.28 万亿。

第五，消费关注度上升。安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。我们说过以旧换新大概率会在今年延续。从额度上看，2024 年是 1500 亿，2025 年增至 3000 亿。由于去年以旧换新政策本身就是下半年推出的，实际开展时间差不多是在四季度，那么这个力度水平相对于今年全年来看并不算高。从其他支持消费类表述来看，表述较为平常。政府报告强调要提升消费能力，但居民收入如何提高依然没有明确路径。

第六，房地产方面没有特别新颖的表述，基本都在预期中。从我们跟踪的数据来看，房地产投资尽管还处于下行期，但对经济的拖累程度预期较去年缓解。

这几年，两会的政策态度都比较积极，但由于事先预期足够充分，因此对市场影响都不大。我们后期仍要观察政策的推行情况。目前还有 1 万亿特别国债并没有明确使用范围，后期预期仍有可能投向“两新两重”领域。从整体政策的思路来看，依然注重供给端，这点模式并没有出现明显变化。

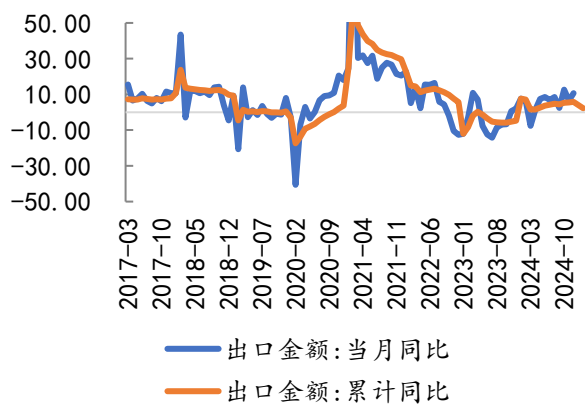
**表 1：历年政府工作报告部分指标对比**

|      | 主要指标        |    | 2017年           | 2018年        | 2019年                 | 2020年        | 2021年        | 2022年                  | 2023年                                  | 2024年                               | 2025年                                                |
|------|-------------|----|-----------------|--------------|-----------------------|--------------|--------------|------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------|------------------------------------------------------|
| 经济增长 | GDP (%)     | 目标 | 6.5             | 6.5          | 6.0-6.5               | 不提具体目标       | 6.0          | 5.5左右                  | 5左右                                    | 5左右                                 | 5左右                                                  |
|      |             | 实际 | 6.9             | 6.6          | 6.1                   | 2.3          | 8.4          | 3.0                    | 5.2                                    | 5.0                                 |                                                      |
|      |             | 目标 | 3.0             | 3.0          | 3.0                   | 3.5          | 3.0          | 3.0                    | 3.0                                    | 3.0                                 | 2.0                                                  |
| 通胀   | CPI (%)     | 实际 | 1.6             | 2.1          | 2.9                   | 2.5          | 0.9          | 2.0                    | 0.2                                    | 0.2                                 |                                                      |
|      |             | 目标 | -               | -            | -                     | -            | -            | -                      | -                                      | -                                   | -                                                    |
|      |             | 实际 | 6.3             | 3.5          | -0.3                  | -1.8         | 8.1          | 4.1                    | -3.0                                   | -2.2                                |                                                      |
| 货币政策 | 总基调         |    | 货币政策的稳健中性，要松紧适度 | 稳健的货币政策要松紧适度 | 稳健的货币政策要松紧适度          | 稳健的货币政策要松紧适度 | 稳健的货币政策要松紧适度 | 稳健的货币政策要松紧适度           | 稳健的货币政策要松紧适度                           | 稳健的货币政策要松紧适度                        | 稳健的货币政策要松紧适度                                         |
|      |             |    |                 |              |                       |              |              |                        |                                        |                                     |                                                      |
|      | M2 (%)      | 目标 | 12              | 保持合理增长       | 与GDP名义增速相匹配，与去年基本持平   | 明显高于去年       | 与名义GDP增速基本匹配 | 与名义GDP增速基本匹配           | 与名义GDP增速基本匹配                           | 与名义GDP增速基本匹配                        | 与名义GDP增速基本匹配                                         |
|      |             | 实际 | 8.1             | 8.1          | 8.7                   | 10.1         | 9.0          | 11.8                   | 9.7                                    | 7.3                                 |                                                      |
|      | 社融 (%)      | 目标 | 12              | 保持合理增长       | 与GDP名义增速相匹配，与去年增速基本持平 | 明显高于去年       | 与名义GDP增速基本匹配 | 与名义GDP增速基本匹配           | 与名义GDP增速基本匹配                           | 与名义GDP增速基本匹配                        | 与名义GDP增速基本匹配                                         |
|      |             | 实际 | 14.1            | 10.3         | 10.7                  | 13.3         | 10.3         | 9.6                    | 9.5                                    | 8.0                                 |                                                      |
| 财政政策 | 总基调         |    | 财政政策要更加积极有效     | 积极的财政政策要加力提效 | 积极的财政政策要加力提效          | 积极的财政政策要加力提效 | 积极的财政政策要加力提效 | 积极的财政政策要加力提效           | 积极的财政政策要加力提效                           | 积极的财政政策要加力提效                        | 积极的财政政策要加力提效                                         |
|      |             |    |                 |              |                       |              |              |                        |                                        |                                     |                                                      |
|      | 财政赤字规模      | 目标 | 23,800          | 23,800       | 27,600                | 37,600       | 35,700       | 33,700                 | 38,800 (两会)<br>48,800 (+增发国债)          | 40,600<br>另+1万亿特别国债 (选转几年发行超长期特别国债) | 56,600<br>另+超长期特别国债1.3万亿，特别国债5,000亿 (支持国有大型商业银行补充资本) |
|      |             | 实际 | 3,000           | 2,600        | 2,800                 | 3,600        | 3,200        | 2,800                  | 3,000                                  | 3,000                               | 4,000                                                |
|      | 地方政府专项债     | 目标 | 8,000           | 13,500       | 21,500                | 37,500       | 36,500       | 36,500                 | 38,000                                 | 39,000                              | 44,000                                               |
|      |             | 实际 | 5,700           | 11,000       | 20,000                | 25,000       | 6,000        | 25,000                 | 完善税费优惠政策，对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化 | 落实好结构性减税降费政策                        |                                                      |
| 就业   | 城镇调查失业率 (%) | 目标 | 4.50            | 5.50         | 5.50                  | 6.00         | 5.5左右        | 5.50                   | 5.50左右                                 | 5.50左右                              | 5.50左右                                               |
|      |             | 实际 | 3.90            | 4.90         | 5.20                  | 5.20         | 5.10         | 5.50                   | 5.20                                   | 5.10                                |                                                      |
|      | 城镇新增就业 (万人) | 目标 | 1100            | 1100         | 1100                  | 900          | 1100         | 1100                   | 1200左右                                 | 1200以上                              | 1200以上                                               |
|      |             | 实际 | 1351            | 1361         | 1352                  | 1186         | 1269         | 1207                   | 1244                                   | 1256                                |                                                      |
| 能耗   | 单位GDP能耗同比   | 目标 | -3.40           | -3.00        | -3.00                 | -            | -3.0         | 在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性 | 单位国内生产总值能耗继续下降                         | -2.5                                | -3.0                                                 |

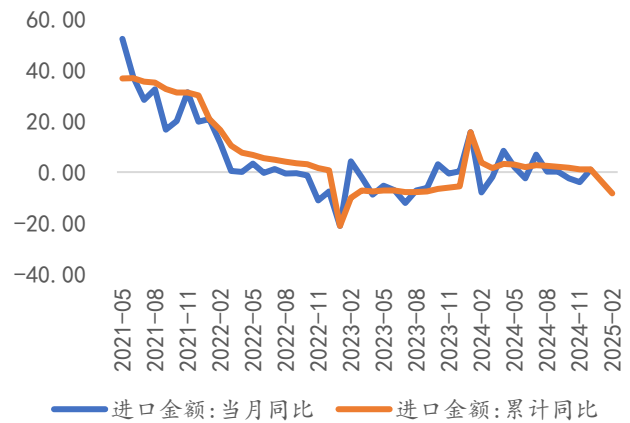
资料来源：政府工作报告 信达期货研究所

## (二)老经济依然疲弱

当前国内经济焦点都在新经济上，但新经济占比较低，如果撇开新经济，整体依然疲弱。譬如 1-2 月进出口数据，出口同比增速为 2.3%，整体已较去年下一台阶。进口累计同比增速为-8.4%，表明内需依然疲弱。

**图 1：出口增速下降至 2.3%**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 2：进口增速也大幅回落 (%)**


资料来源：Wind 信达期货研究所

2 月 CPI 同比为-0.7%，核心 CPI 同比增速为-0.1%，四年来首次转负。当然其中影响因素很多，一是春节错月导致上年同期对比基数较高，在 2 月份-0.7%的 CPI 同比变动中，上年价格变动的滞后影响约为-1.2 个百分点，今年价格变动的新影响约为 0.5 个百分点，扣除春节错月影响 2 月份 CPI 同比上涨 0.1%。二是今年 2 月份的天气有利于鲜菜生长运输。2 月份全国雨雪冰冻天气较少，而上年同期部分地区出现两轮雨雪冰冻天气。三是汽车等商品降价促销。但不管怎么说，即使是 0.1%的 CPI 也依然表现较弱，耐用消费品价格的下行本身也代表需求的疲弱。

**表 2：2 月 CPI 及分项**

| 单位：%                  | 环比增速    |         |          |       | 同比增速    |         |          |       |
|-----------------------|---------|---------|----------|-------|---------|---------|----------|-------|
|                       | 2025年2月 | 2025年1月 | 2024年12月 | 环比变化  | 2025年2月 | 2025年1月 | 2024年12月 | 同比变化  |
| <b>CPI</b>            | -0.2    | 0.7     | 0.0      | -0.9  | -0.7    | 0.5     | 0.1      | -1.2  |
| 食品                    | -0.5    | 1.3     | -0.6     | -1.8  | -3.3    | 0.4     | -0.5     | -3.7  |
| 非食品                   | -0.1    | 0.6     | 0.1      | -0.7  | -0.1    | 0.5     | 0.2      | -0.6  |
| 消费品                   | 0.0     | 0.6     | -0.1     | -0.6  | -0.9    | 0.1     | -0.2     | -1.0  |
| 服务项目                  | -0.5    | 0.9     | 0.1      | -1.4  | -0.4    | 1.1     | 0.5      | -1.5  |
| <b>核心CPI（不含食品和能源）</b> | -0.2    | 0.5     | 0.2      | -0.7  | -0.1    | 0.6     | 0.4      | -0.7  |
| <b>食品烟酒</b>           | -0.2    | 0.9     | -0.3     | -1.1  | -1.9    | 0.6     | 0.0      | -2.5  |
| 食用油                   | 0.0     | -0.3    | 0.0      | 0.3   | -2.0    | -2.5    | -3.2     | 0.5   |
| 畜肉类                   | -0.9    | 0.4     | -1.3     | -1.3  | -1.8    | 2.5     | 1.7      | -4.3  |
| 牛肉                    | -0.6    | -0.1    | -0.8     | -0.5  | -13.3   | -13.1   | -13.8    | -0.2  |
| 羊肉                    | 0.2     | 0.2     | -0.4     | 0.0   | -6.6    | -5.6    | -6.1     | -1.0  |
| 猪肉                    | -1.9    | 1.0     | -2.1     | -2.9  | 4.1     | 13.8    | 12.5     | -9.7  |
| 奶类                    | -0.1    | -0.7    | -0.1     | 0.6   | -1.4    | -1.7    | -1.6     | 0.3   |
| 粮食                    | 0.0     | -0.1    | 0.0      | 0.1   | -1.3    | -1.4    | -1.3     | 0.1   |
| 蛋                     | -5.5    | -0.6    | 0.2      | -4.9  | -2.7    | 0.7     | -0.1     | -3.4  |
| 水产品                   | 1.2     | 2.7     | 0.1      | -1.5  | -3.6    | 1.2     | 1.0      | -4.8  |
| 鲜菜                    | -3.8    | 5.9     | -2.4     | -9.7  | -12.6   | 2.4     | 0.5      | -15.0 |
| 鲜果                    | 1.8     | 3.3     | -1.0     | -1.5  | -1.8    | 0.6     | -3.0     | -2.4  |
| 卷烟                    | 0.0     | 0.0     | 0.1      | 0.0   | 0.4     | 0.5     | 0.7      | -0.1  |
| 酒                     | -0.3    | -0.8    | -0.1     | 0.5   | -1.9    | -2.5    | -2.0     | 0.6   |
| <b>生活用品及服务</b>        | -0.1    | 0.7     | 0.3      | -0.8  | -0.7    | -1.1    | -0.7     | 0.4   |
| 家用器具                  | 0.2     | 0.4     | 0.4      | -0.2  | -3.3    | -3.5    | -3.3     | 0.2   |
| 家庭服务                  | -4.4    | 5.7     | 0.5      | -10.1 | 1.8     | 4.7     | 1.7      | -2.9  |
| <b>衣着</b>             | -0.1    | -0.4    | 0.2      |       | 1.2     | 1.1     | 1.2      | 0.1   |
| 服装                    | -0.1    | -0.4    | 0.2      | 0.3   | 1.4     | 1.3     | 1.4      | 0.1   |
| 鞋                     | 0.1     | -0.3    | 0.1      | 0.4   | 0.3     | 0.2     | 0.2      | 0.1   |
| <b>交通和通信</b>          | -0.4    | 1.7     | 0.3      | -2.1  | -2.5    | -0.6    | -2.2     | -1.9  |
| 交通工具                  | -0.2    | 0.0     | 0.0      | -0.2  | -4.4    | -4.1    | -4.2     | -0.3  |
| 交通工具用燃料               | 1.3     | 2.5     | -0.3     | -1.2  | -1.2    | -0.6    | -4.0     | -0.6  |
| 交通工具使用和维修             | -0.6    | 0.7     | 0.1      | -1.3  | -2.0    | 1.2     | 0.5      | -3.2  |
| 快递服务                  | -1.5    | 1.5     | 0.0      | -3.0  | -0.5    | 0.9     | -0.5     | -1.4  |
| 通信工具                  | -0.4    | -0.4    | 3.0      | 0.0   | 1.3     | 0.6     | 0.7      | 0.7   |
| 通信服务                  | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0   | 0.0     | 0.0     | -0.1     | 0.0   |
| <b>教育文化和娱乐</b>        | -0.5    | 1.5     | 0.0      | -2.0  | -0.5    | 1.7     | 0.9      | -2.2  |
| 教育服务                  | 0.0     | 0.0     | 0.0      | 0.0   | 1.3     | 1.2     | 1.2      | 0.1   |
| 旅游                    | -4.4    | 11.6    | 0.1      | -16.0 | -9.6    | 7.0     | -0.1     | -16.6 |
| <b>居住</b>             | 0.0     | 0.0     | 0.1      | 0.0   | 0.1     | 0.1     | 0.1      | 0.0   |
| 房租                    | 0.1     | 0.0     | 0.0      | 0.1   | -0.2    | -0.2    | -0.3     | 0.0   |
| 水、电、燃料                | -0.1    | 0.1     | 0.1      | -0.2  | 0.3     | 0.4     | 0.3      | -0.1  |
| <b>医疗保健</b>           | 0.0     | 0.0     | -0.1     | 0.0   | 0.2     | 0.7     | 0.9      | -0.5  |
| 中药                    | -0.1    | 0.2     | 0.1      | -0.3  | 0.5     | 0.7     | 0.5      | -0.2  |
| 西药                    | -0.1    | -0.1    | 0.0      | 0.0   | -1.1    | -1.1    | -1.0     | 0.0   |
| 医疗服务                  | 0.0     | -0.1    | -0.1     | 0.1   | 0.6     | 1.2     | 1.3      | -0.6  |
| <b>其他用品和服务</b>        | 0.7     | 1.6     | 0.0      | -0.9  | 6.5     | 5.4     | 2.9      | 1.1   |

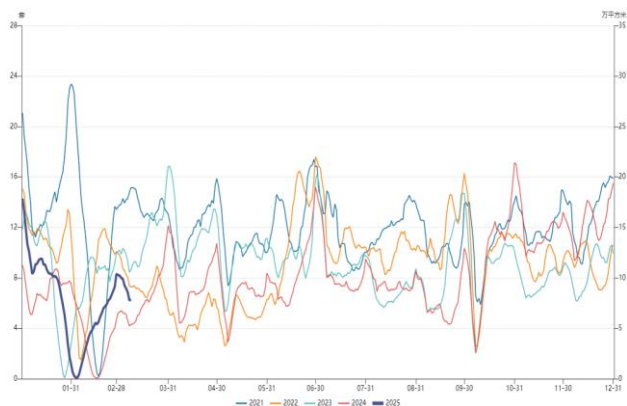
资料来源：政府工作报告 信达期货研究所

## 二、房地产政策效果跟踪——观察一线城市良好状态能否持续

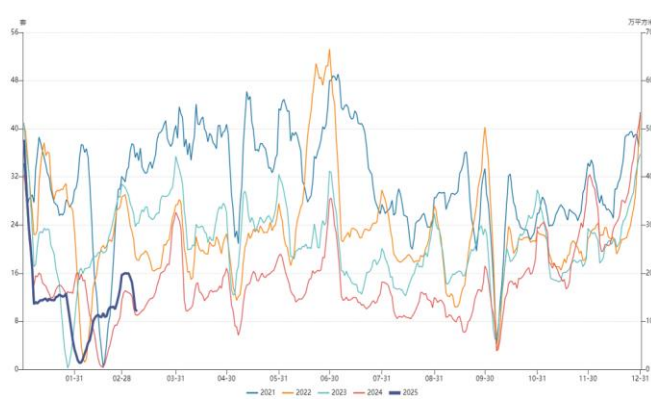
高频数据方面，我们继续重点观察房地产。本周，一、二、三线城市新房销售量延续季节性回落，三者走势有所不同。一线城市销量依然明显高于 2024 年，但二三线城市销量仅略高于 2024 年。

二手房方面，截至 2 月 24 日，一、二、三线城市挂盘价指数有所分化。一线城市挂盘价指数持平于前期，后期观察是否在这个水平上能够稳住。二三线城市挂盘价指数没有能够稳住，继续下行。

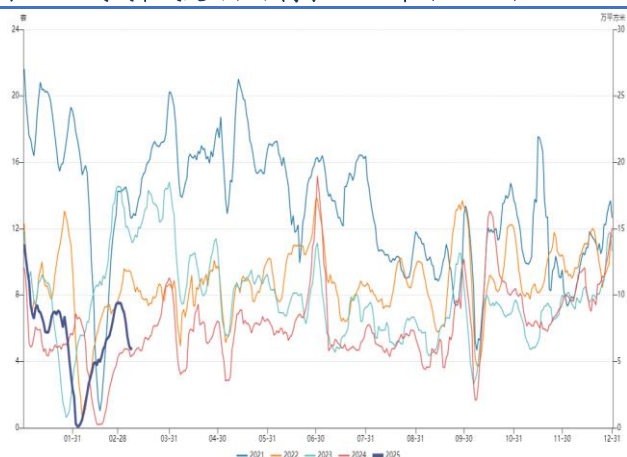
总体来看，新房销售延续季节性，目前仅一线城市新房销量明显高于去年，二手房挂盘价指数中也仅一线城市有持续持稳迹象。后期观察一线城市能够延续当前较好的趋势。

**图 3：一线城市成交面积季节性回落（7DMA）**


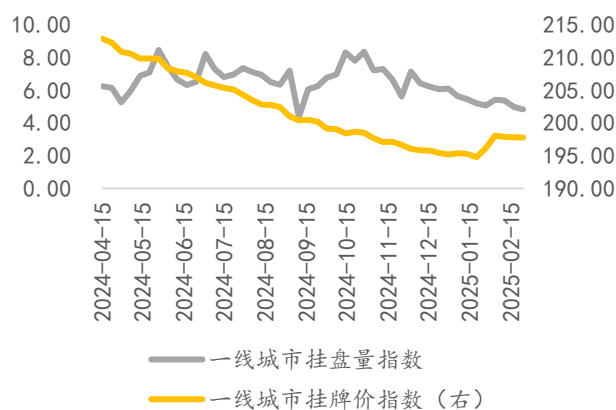
资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 4：二线城市成交面积略高于 2022 年（7DMA）**


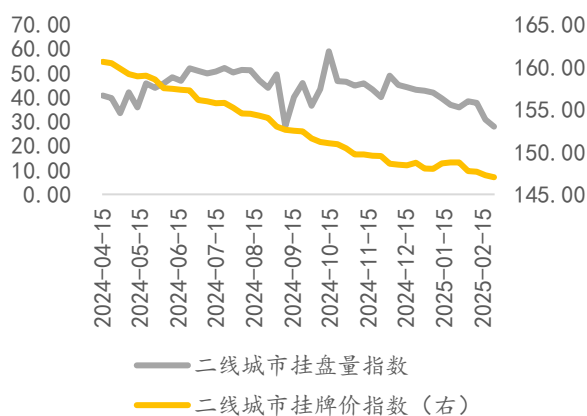
资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 5：三线城市成交面积略高于 2022 年（7DMA）**


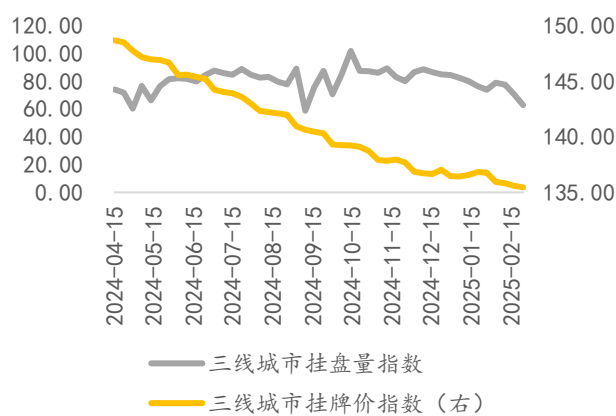
资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 6：一线城市挂牌价再次下降**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 7：二线城市挂牌价降，挂牌量降**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 8：三线城市挂牌价降，挂牌量降**


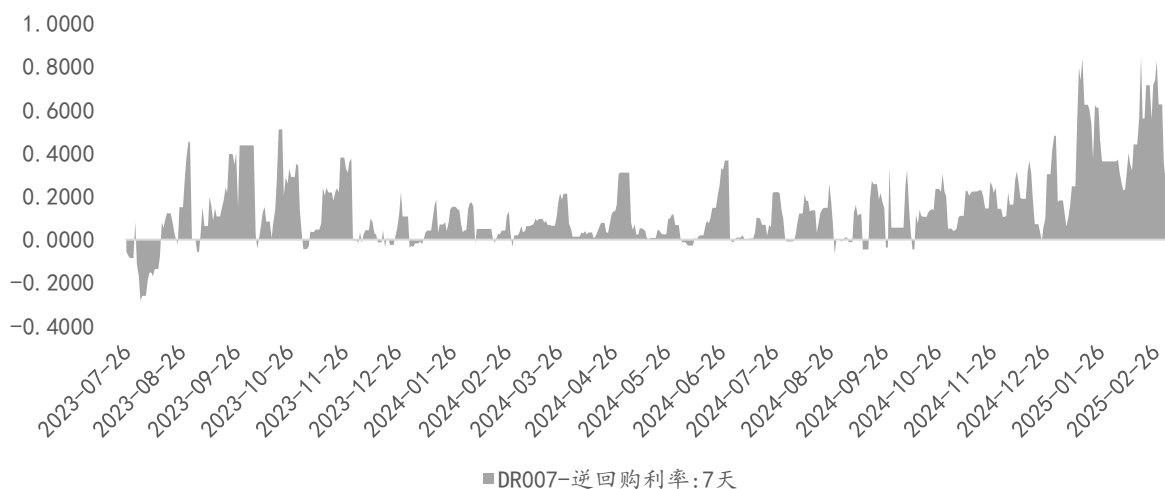
资料来源：Wind 信达期货研究所

### 三、国债：短端性价比更高，谨防理财负反馈

本周债市延续调整格局，10年期国债利率一度升至1.80%。原因聚焦两点：第一，股债跷跷板；第二，债市调整后，理财负反馈担忧上升。当然也包括其他原因，例如宽信用担忧上升等。

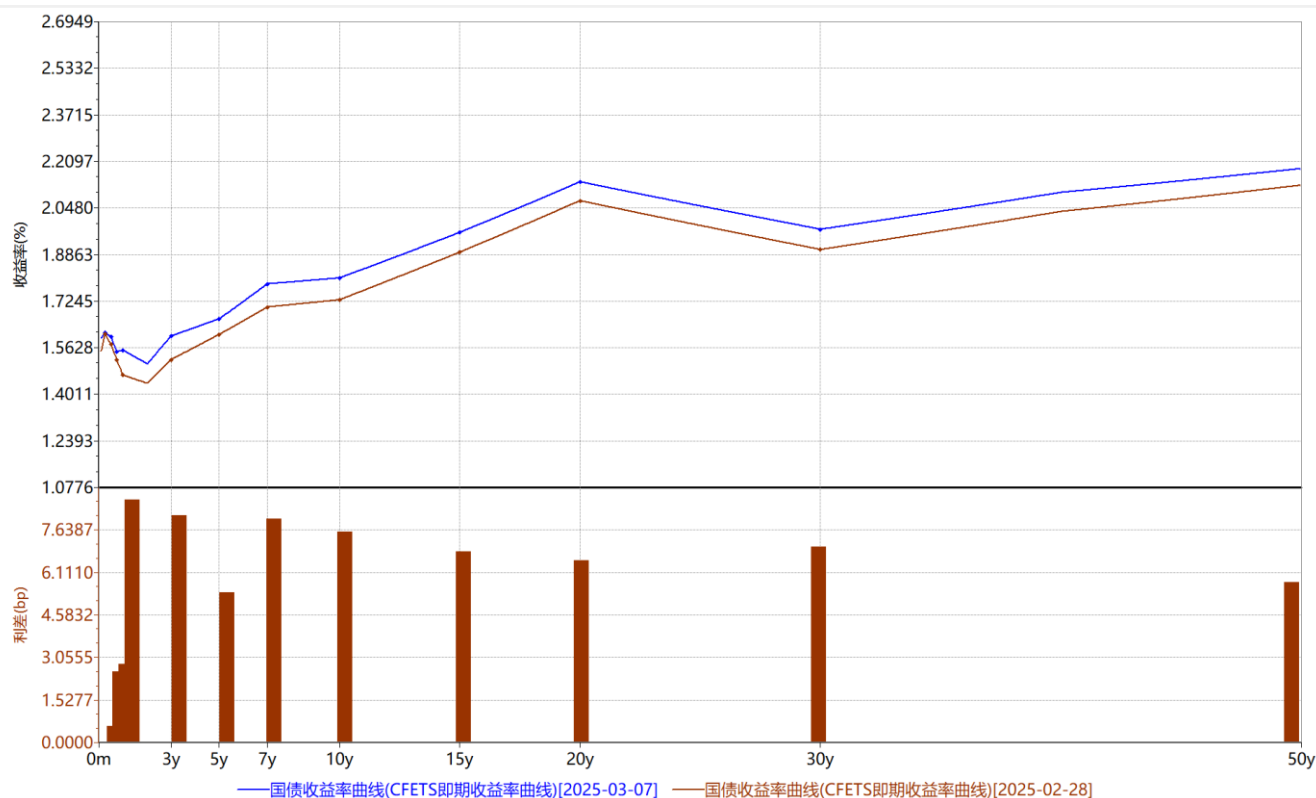
后市怎么看？两会确认了降准降息的可能性，只是对于落地时间市场仍有疑虑。当前股市情绪较好，债市情绪较差，叠加债市利率不断调整后，理财负反馈担忧情绪上升，债市可能继续处于调整状态。好的一点是资金面有转松迹象，关注央行动态。当前市场对于新经济热情较高，但事实上老经济尚未跟随，基于新经济占比较低，对于整体经济的带动作用相对有限，我们认为一季度降准/降息的概率较大，债市只是阶段性调整，债牛仍在。期限上，我们相对更推荐短端。

图 9：资金面紧张程度有所缓和



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 10: 利率曲线上移



资料来源: Wind 信达期货研究所

## 四、美国衰退交易愈演愈烈

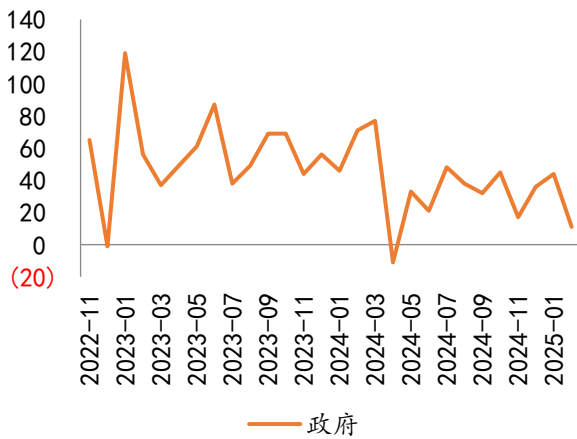
### (三) 非农有走弱迹象

2月美国新增非农就业人数共计 15.1 万人, 略低于预期的 16 万人, 12 月和 1 月新增就业人数合计较修正前低 0.2 万人。从构成来看, 教育和保健服务仍是主要贡献力量。但此前同为主力军的政府、休闲和酒店业却后劲乏力。由于联邦政府不再招聘新岗位, 加之 DOGE 的裁员工作仍在持续, 预期未来政府就业将成为拖累项。休闲和酒店业已连续两个月新增就业人数负增长。商品生产本月新增 3.4 万人, 但未来这种趋势能否延续值得观察, 毕竟 PMI 数据中各方对未来制造业的前景并不乐观。

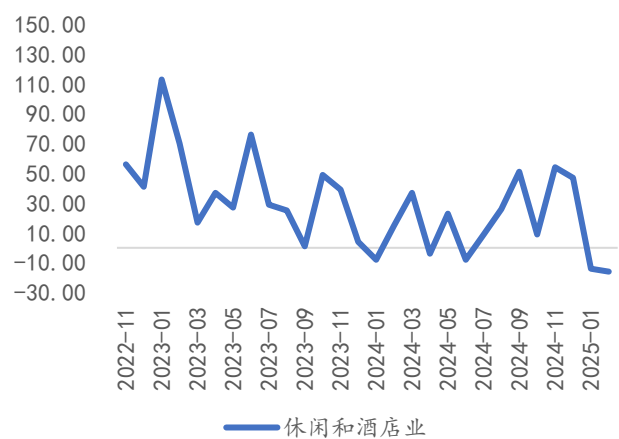
**表 3：2 月新增非农人数及行业分布**

| 行业（千人）    | 2025-02 贡献占比（%） | 2025-01 环比变化 |
|-----------|-----------------|--------------|
| 新增非农      | 151 100.00      | 125 26       |
| 政府        | 11 7.28         | 44 -33       |
| 联邦政府      | -10 -6.62       | 5 -15        |
| 州政府       | 1 0.66          | 19 -18       |
| 地方政府      | 20 13.25        | 20 0         |
| 私人        | 140 92.72       | 81 59        |
| 商品生产      | 34 22.52        | -7 41        |
| 采矿业       | 5 3.31          | -4 9         |
| 建筑业       | 19 12.58        | 2 17         |
| 制造业       | 10 6.62         | -5 15        |
| 耐用品       | 11 7.28         | -6 17        |
| 汽车及零部件    | 8.9 5.89        | -10.4 19.3   |
| 非耐用品      | -1 -0.66        | 1 -2         |
| 服务生产      | 106 70.20       | 88 18        |
| 批发业       | 8.8 5.83        | -4.2 13      |
| 零售业       | -6.3 -4.17      | 29.5 -35.8   |
| 运输仓储业     | 17.8 11.79      | 18.7 -0.9    |
| 公用事业      | 1.3 0.86        | 1.1 0.2      |
| 信息业       | 5 3.31          | 3 2          |
| 金融活动      | 21 13.91        | 14 7         |
| 专业和商业服务   | -2 -1.32        | -39 37       |
| 教育和保健服务   | 73 48.34        | 66 7         |
| 医疗保健和社会援助 | 63.1 41.79      | 63.9 -0.8    |
| 休闲和酒店业    | -16 -10.60      | -14 -2       |
| 其他服务业     | 4 2.65          | 13 -9        |

资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 11：政府就业不容乐观（千人）**


资料来源：Wind 信达期货研究所

**图 12：休闲和酒店业连续 2 个月新增就业人数负增长（千人）**


资料来源：Wind 信达期货研究所

失业率从 1 月 4.0% 上升至 4.1%。一方面是分母端劳动力人数减少，劳动参与率下降 0.2 个百分点至 62.4%，另一方面则是失业人数增加。由于因经济原因兼职人数不断上升，U6 失业率从 1 月 7.5% 升至 8%，U6 失业率与 U3 失业率之间的差距也越来越大。

表 4：失业率的上升归结于劳动参与率下降和失业人数增加

| Category                                  | Feb.<br>2024 | Dec.<br>2024 | Jan.<br>2025 | Feb.<br>2025 | Change from:<br>Jan. 2025-<br>Feb. 2025 |
|-------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------------------------|
| <b>Employment status</b>                  |              |              |              |              |                                         |
| Civilian noninstitutional population..... | 267,711      | 269,638      | 272,685      | 272,847      | 162                                     |
| Civilian labor force.....                 | 167,475      | 168,547      | 170,744      | 170,359      | -385                                    |
| Participation rate.....                   | 62.6         | 62.5         | 62.6         | 62.4         | -0.2                                    |
| Employed.....                             | 161,013      | 161,661      | 163,895      | 163,307      | -588                                    |
| Employment-population ratio.....          | 60.1         | 60.0         | 60.1         | 59.9         | -0.2                                    |
| Unemployed.....                           | 6,462        | 6,886        | 6,849        | 7,052        | 203                                     |
| Unemployment rate.....                    | 3.9          | 4.1          | 4.0          | 4.1          | 0.1                                     |
| Not in labor force.....                   | 100,237      | 101,091      | 101,941      | 102,487      | 546                                     |

资料来源：BLS 信达期货研究所

图 13：U6 与 U3 失业率差距扩大（%）



资料来源：Wind 信达期货研究所

图 14：因经济原因兼职人数逐步上升（千人）



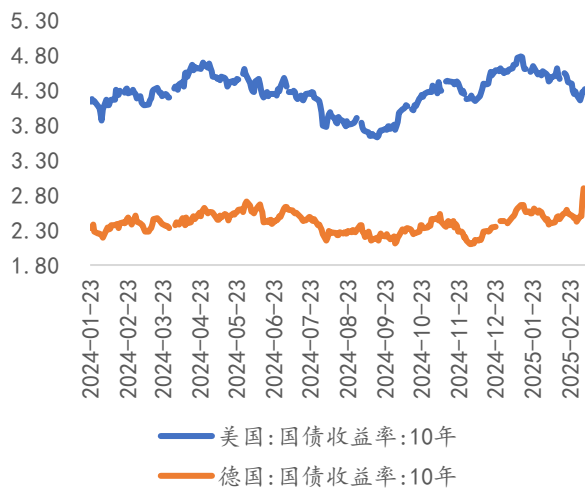
资料来源：Wind 信达期货研究所

## （四）美指快速下跌

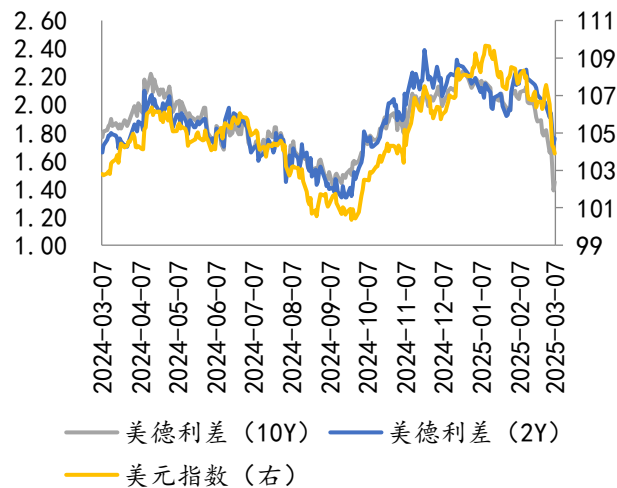
非农数据尽管与预期差距不大，但透露的信息确是未来可能继续走弱，美国经济未能摆脱走弱叙事。与此同时，德国号称要计划修改宪法，将国防和安全支出排除债务刹车之外，从而允许使用无限资金来增强军事实力，并且，宣称设立 5000 亿欧元的基础设施基金，计划将在 10 年内部署，被市场成为欧洲的“924”时刻。受此消息影响，德债收益率大涨，美德利差下行，美指大幅下跌。

从利差的驱动来看，美债收益率下行幅度不大，更多还是来自于德债的驱动，因此，在美元指数下行的时候，人民币汇率升值幅度不大，（当然其中还有关税原因）。

有关欧洲的叙事还在持续，美国走弱的故事也未结束，未来美元指数偏弱运行的概率较大。

**图 15: 德债收益率迅速上升 (%)**


资料来源: Wind 信达期货研究所

**图 16: 利差因素促使美指大幅下滑**


资料来源: Wind 信达期货研究所

## 免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

## 【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 6 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，为中国证券业协会观察员、中国证券投资基金业协会观察会员。

## 【全国分支机构】

### ■ 分支机构分布

CINDA FUTURES



### 公司分支机构分布

13家分公司 5家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司  
福建分公司、苏州分公司、四川分公司  
宁波分公司、东北分公司、广东分公司  
上海分公司、湖北分公司、山东分公司  
上海浦东分公司

北京营业部、哈尔滨营业部

石家庄营业部、乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App

